

Wirtschaftsunion bei flexiblen Wechselkursen

Von Klaus Grewe, Berlin

I. Einleitung

Eine wirtschaftliche Integration kann in vielen Abstufungen erfolgen, d. h. die Vereinigung läßt sich unterschiedlich weit vorantreiben. Es besteht die Möglichkeit, nur einige Sektoren der Wirtschaft (Teilintegration) oder die gesamte Wirtschaft zu integrieren. Die Wirtschaftsunion stellt die umfassendste wirtschaftliche Vereinigung dar. Sie „liegt dann vor, wenn verschiedene Länder ihre Volkswirtschaften unter Schaffung binnenmarktähnlicher Verhältnisse zu einem Wirtschaftsgebiet zusammenfassen, innerhalb dessen der Wirtschaftsablauf nach einheitlichen Gesichtspunkten gestaltet wird“¹.

Es ergibt sich die Frage, wie die in einer Wirtschaftsunion entstehenden monetären Probleme gelöst werden können, ob zur „Verwirklichung einer Wirtschaftsunion . . . die wirksame Harmonisierung der Wirtschaftspolitiken als eine entscheidende und dauerhafte Voraussetzung angesehen werden muß“². Das bedeutet, ob zu den „binnenmarktähnlichen Verhältnissen“ auch binnenmarktähnliche Währungsverhältnisse gehören. Dieser Frage kann hier nicht im vollen Umfang nachgegangen werden³. Es soll vielmehr nur eine Wirtschaftsunion bei flexiblen Wechselkursen analysiert werden. Dazu wird zwischen absoluter (nicht vom Staat manipulierter) und relativer (vom Staat manipulierter) Flexibilität unterschieden. Zunächst wird eine Wirtschaftsunion mit absolut flexiblen Wechselkursen untersucht, wobei zuerst die Wirkungen der flexiblen Wechselkurse auf die nationale kreditpolitische Autonomie und auf die allgemeinen Aspekte einer wirtschaftlichen Integration dargestellt werden. Um Sonderfälle auszuschließen, wird vorausgesetzt, daß die Wirtschaftsunion zwischen demokratisch regierten, marktwirtschaftlich organisierten und miteinander konkurrierenden Industrieländern besteht.

¹ Hans Möller: Internationale Wirtschaftsorganisationen. Wiesbaden 1960. S. 121.

² Frédéric Boyer de la Giroday: Flexible Wechselkurse und Gemeinsamer Markt. Wirtschaftsdienst. 46 (1966) S. 615.

³ Vgl. hierzu: Klaus Grewe: Ist eine Wirtschaftsunion ohne Währungsunion möglich? Dissertation TU Berlin 1968.

II. Flexible Wechselkurse und Wirtschaftsunion

1. Flexible Wechselkurse und nationale kreditpolitische Autonomie

Flexible Wechselkurse ohne Kapitalverkehr: Beim System metallfreier Währungen mit absolut flexiblen Wechselkursen soll von einem Modell mit zwei Ländern A und B ausgegangen werden, die zwar durch eine Wirtschaftsunion miteinander verbunden sind, aber ihre Wirtschaftspolitik sonst autonom gestalten können. Zwischen den Ländern gibt es zunächst keine Bewegungen kurz- oder langfristigen Kapitals; diese Voraussetzung wird später aufgegeben.

Es wird angenommen, daß im Land A die Konjunktur den oberen Wendepunkt überschritten hat und die Depressionsphase beginnt, während Land B sich in einer Expansion befindet. Da die Löhne nach unten weitgehend starr sind, wird in A bald Arbeitslosigkeit entstehen. Besonders wegen der Priorität der Vollbeschäftigung treibt der Staat A Konjunkturpolitik, was leicht inflatorische Wirkungen⁴ mit tendenziell steigenden Importen nach sich zieht. Durch die erhöhte Importnachfrage fällt der Wert der Währung von A im Vergleich zu dem der Währung B, d. h. der Wechselkurs der Währung A steigt. Je weiter der Wechselkurs steigt, desto billiger werden die Güter von A, ausgedrückt in der Währung B und im Vergleich zu den Gütern von B; dadurch kommt es zu erhöhten Exporten von A nach B. Andererseits werden die Güter von B in A teurer, so daß die Importe von A aus B abnehmen, wodurch der Wechselkursverfall gebremst wird. Was bedeutet das für die innere Situation von A und B? Es ergeben sich bei festen Wechselkursen und „autonomer Geldpolitik (Kreditschöpfung) einseitige Kaufkraftwellen, die vorwiegend in einer Richtung verlaufen“⁵. Bei flexiblen Wechselkursen bildet sich der Wechselkurs in der Höhe, daß die Werte der Importe von A \equiv Exporte von B und Exporte von A \equiv Importe von B gleich sind. Somit „besteht kein Geldstrom zwischen den Ländern“⁶. Die Kaufkraftwellen können sich nicht wie bei festen Wechselkursen über

⁴ John Maynard Keynes legt ausführlich dar, daß es bereits zu Preissteigerungen kommt, bevor alle Produktionsfaktoren beschäftigt sind (vgl. John Maynard Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London 1936. Deutsche Übersetzung unter dem Titel: *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin 1952. S. 250 f.).

⁵ Ernst Heuss: *Autonome Geldpolitik und bewegliche Wechselkurse*. Außenwirtschaft. 4 (1949) S. 154.

⁶ Gottfried Haberler: *Prosperity and Depression. A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*. Genf 1937. Deutsche Übersetzung unter dem Titel: *Prosperität und Depression. Eine theoretische Untersuchung der Konjunkturbewegungen*. 2. Aufl. Tübingen und Zürich 1955. S. 424.

die Grenzen des Ursprungslandes ausbreiten, die Geldbewegungen werden in Wechselkursbewegungen transformiert. „Mit der Brechung der Kaufkraftwellen an den nationalen Grenzen hat der Wechselkursmechanismus die Mechanik lahmgelegt, mit deren Hilfe die Konjunkturimpulse auf die einzelnen Volkswirtschaften übertragen wurden. Vielmehr zerfällt nun der Konjunkturzyklus in unabhängige nationale Zyklen, deren Rhythmus von der jeweiligen Geldpolitik bestimmt wird. Je nachdem, in welcher Phase sich der nationale Konjunkturzyklus befindet, kommt dies in einer entsprechenden Verschiebung des Wechselkurses zum Ausdruck⁷.“

Bei dieser Überlegung ist vorausgesetzt, daß die wegen der erhöhten Exporte im Land B eventuell nicht befriedigte heimische Nachfrage nach diesen Exportgütern sich voll auf andere Güter verlagert, also die Gesamtausgaben für inländische und importierte Güter und Dienste bei einer gegebenen Einkommenshöhe sich nicht verändern. Nur dann hat eine Expansion oder Kontraktion in A keinen Einfluß auf B.

Die Voraussetzung konstanter Gesamtausgaben wird nun aufgegeben, und im folgenden werden die hieraus entstehenden Wirkungen aufgezeigt. Bleiben die Preise der im Inland hergestellten Güter fest, dann führt ein Sinken (Steigen) der Importpreise zu einem steigenden (sinkenden) Realeinkommen bei unverändertem Nominaleinkommen. Die Statistik zeigt aber nun, daß (z. B. in den USA) mit steigendem (sinkendem) Realeinkommen die Sparrate steigt (fällt), also der Betrag der Nachfrage nach Gütern und Diensten sinkt (steigt)⁸. „In short, our basic premise is that, other things being the same, the expenditure schedule of any given country rises when import prices rise and falls when import prices fall⁹.“

Das soll näher untersucht werden. Dazu wird von einer solchen Expansion in A ausgegangen, die zu einem vergrößerten Import führt. Der Wert der Währung von A fällt, die Exportgüter von A sind für B billiger, in B steigen das reale Einkommen und die Sparrate. Die Ausgaben in B sinken, über den Multiplikator treten verstärkt depressive Tendenzen auf, Produktion und Beschäftigung nehmen ab. „We have thus reached the somewhat paradoxical result that under a regime of flexible exchange rates an expansion of economic activity in one country leads to a slight contraction in the other¹⁰.“ Das gilt

⁷ Heuss: a.a.O., S. 159 f.

⁸ Vgl. Svend Laursen and Lloyd A. Metzler: Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment. The Review of Economics and Statistics. XXXII (1950) S. 285 f.

⁹ Laursen and Metzler: a.a.O., S. 286 f.

¹⁰ Laursen and Metzler: a.a.O., S. 289.

auch umgekehrt, d. h. eine Depression in einem Land führt zu einer leichten Expansion im anderen. Zwar sind durch flexible Wechselkurse ohne Kapitalverkehr die Werte der Exporte identisch mit den Importwerten (in der gleichen Währung), der Einfluß der „balance of trade“ ist also ausgeschaltet, es ergeben sich aber Veränderungen in den „terms of trade“. Die „terms of trade“ werden wichtiger, da sie mehr zum Ausgleich beitragen müssen als bei bestehendem Einfluß der „balance of trade“¹¹.

Allerdings induziert der terms of trade-Effekt in der Regel nur eine kleine Änderung des Realeinkommens. Eine Verschlechterung des Tauschverhältnisses um 5 % führt bei einer hohen durchschnittlichen Importquote am Volkseinkommen von 30 % zu einer Abnahme des Realeinkommens um nur 1,5 %. Es ist unwahrscheinlich, daß Sparen und Absorption (Konsum und Investition) durch diese kleine Variation in entscheidendem Maße beeinflußt werden¹².

Die Schwäche des Theorems von *Laursen* und *Metzler* liegt in der Annahme, daß die Konsumquote steigt (fällt), wenn das Realeinkommen abnimmt (zunimmt), und vor allem in der Annahme, daß Sparen in jedem Fall zu einem Nachfrageausfall führen würde. Dieselben statistischen Unterlagen, auf die sich *Laursen* und *Metzler* stützen, zeigen, daß — ausgenommen kurzfristig — die Konsumquote konstant bleibt, wenn das Realeinkommen steigt¹³.

Außerdem wird von *Laursen* und *Metzler* die unrealistische Annahme gemacht, daß jeweils Preise und Kosten der Exportgüter in der Währung jedes exportierenden Landes konstant bleiben. Als einzige Preise ändern sich die der importierten Güter in der Währung des Käufers durch die Wechselkursveränderung.

Trotz dieser Einwände kann man aus dem Modell die Aussage entnehmen, daß bei flexiblen Wechselkursen ohne Kapitalverkehr Konjunkturschwankungen eines Landes die Konjunktur des anderen Landes entgegengesetzt beeinflussen können. Es soll nun noch untersucht werden, wie flexible Wechselkurse ohne Kapitalverkehr die eigene konjunkturelle Situation jedes Landes beeinflussen.

Prosperität und Depression tendieren bei flexiblen Wechselkursen eher als bei festen dahin, sich innerhalb eines Landes auf alle Branchen auszubreiten¹⁴, da bei festen Wechselkursen die durch eine Ex-

¹¹ Vgl. *Laursen and Metzler*: a.a.O., S. 288.

¹² Vgl. *Klaus Rose*: *Theorie der Außenwirtschaft*. 2. Aufl. Berlin und Frankfurt a. M. 1966. S. 155.

¹³ Vgl. *William H. White*: *The Employment-Insulating Advantages of Flexible Exchanges: A Comment on Professors Laursen and Metzler*. *The Review of Economics and Statistics*. XXXVI (1954) S. 226.

¹⁴ Vgl. *Haberler*: a.a.O., S. 425.

pansion (Depression) tendenziell entstehenden Leistungsbilanzdefizite (-überschüsse) antizyklisch wirken, während flexible Wechselkurse ohne Kapitalverkehr bewirken, daß jederzeit die Importwerte den Exportwerten gleich sind. Es ist unter bestimmten Voraussetzungen sogar möglich, daß durch die flexiblen Wechselkurse die Expansion eines Landes verstärkt wird: Die im Boom des Landes A steigende Importnachfrage kann, wenn Export- und Importwerte gleich sind, zu einem steigenden physischen Importvolumen führen. Das ist dann der Fall, wenn die Nachfrage des Landes B nach den Exporten des Landes A elastisch ist. Das physische Exportvolumen von A steigt immer, solange die Elastizität der Nachfrage des Landes B nach den Exportgütern größer als Null ist. Macht man nun die plausible Annahme, daß im Boom die Nachfrage des Landes A nach Importen in der Regel unelastischer ist als die Nachfrage des Landes B nach den Exportgütern des Landes A, so müssen bei elastischer (aber nicht vollkommen elastischer) Nachfrage des Landes B nach den Exportgütern des Landes A die mengenmäßigen Exporte immer stärker als die mengenmäßigen Importe wachsen, wodurch — unter den angenommenen Voraussetzungen — die Expansion in A weiter verstärkt wird¹⁵.

Im System fester Wechselkurse wird durch einen Export von Inflation die inländische Inflation gemildert. Da das bei flexiblen Wechselkursen kaum geschehen kann, trägt jedes Land die Folgen seiner Geldpolitik selbst. Bei flexiblen Wechselkursen ergibt sich deshalb *ceteris paribus* eine stärkere nationale Inflation als bei festen Wechselkursen. Die Länder sind deshalb wahrscheinlich eher bereit, die Geldschöpfung zu beschränken, denn sie bekommen die Folgen ihrer Politik voll zu spüren. Bestehen flexible Wechselkurse, fehlt die bei festen Wechselkursen durch ein Zahlungsbilanzdefizit gegebene Möglichkeit, die Absorption größer als das Volkseinkommen zu Marktpreisen werden zu lassen (vom autonomen Kapitalverkehr wird noch abstrahiert). Die Ursachen der schleichenden Inflation¹⁶ liegen in den zu hohen Ansprüchen an das Sozialprodukt, die nur befriedigt werden können, wenn die realen Einkünfte der Bezieher fester Einkommen und der Geldbesitzer durch Preissteigerungen beschnitten werden¹⁷. Hieran ändern flexible Wechselkurse nichts. Sie machen es nur unmöglich, daß dieser Kampf um die Verteilung z. T. zu Lasten des Auslandes ausgetragen wird. Bei flexiblen Wechselkursen besteht

¹⁵ Vgl. Egon Sohmen: *Flexible Exchange Rates, Theory and Controversy*. Chicago 1961. S. 99.

¹⁶ Vgl. zu den Nachteilen einer Inflation z. B. Friedrich A. Lutz: Die Gefahr der chronischen Inflation. In: Erwin von Beckerath u. a. (Hrsg.): *Wirtschaftsfragen der freien Welt*. Frankfurt a. M. 1957. S. 379 ff.

¹⁷ Vgl. Herbert Giersch: *Allgemeine Wirtschaftspolitik — Grundlagen*. Wiesbaden 1960. S. 291.

kein Anreiz, durch eine Inflation die Handelspartner, insbesondere die Mitglieder der Wirtschaftsunion, „auszubeuten“¹⁸.

Flexible Wechselkurse mit Kapitalverkehr: In den Überlegungen werden nun autonome Kapitalbewegungen berücksichtigt, womit man sich der Wirklichkeit annähert. Bei flexiblen Wechselkursen werden sich auch durch Kapitalexport und -import kaum Zahlungsmittel über die Grenzen bewegen¹⁹, ein Kapitalexportland A muß einen wertgleichen Exportüberschuß in der Handelsbilanz erzielen, der für ein Kapitalimportland B einen Importüberschuß darstellt. Der Wechselkurs des Kapital exportierenden Landes A steigt, die Währung fällt wertmäßig.

Die allgemeine *konjunkturelle Wirkung* eines Kapitalverkehrs bei flexiblen Wechselkursen ist folgende: Für das Kapitalexportland A ergibt sich — sofern das exportierte Kapital in voller Höhe im Kapitalexportland zur Nachfrage verwendet wird — tendenziell eine expansive Wirkung. Im Kapital importierenden Land B entsteht dagegen eine depressive Tendenz: Es werden bei nicht entsprechend erhöhter Gesamtnachfrage — A kauft wegen des gestiegenen Wechselkurses weniger in B — mehr Güter zum Verkauf angeboten. Wenn ein Teil des importierten Kapitals in liquider Form gehalten wird, wie es bei spekulativen Kapitalbewegungen der Fall sein kann, fällt damit in B weitere Nachfrage aus, und die deflationistische Wirkung wird verstärkt²⁰.

Zur Untersuchung der konjunkturellen Wirkungen flexibler Wechselkurse mit Kapitalverkehr wird angenommen, daß in A die Konjunktur den oberen Wendepunkt überschritten hat, während in B die Expansion andauert. Wenn B dadurch Kapital von A anzieht, wird die expansionistische Anregung auf das Kapital exportierende Land A übertragen, während die Expansion in B gehemmt wird, so daß eine Ausgleichstendenz entsteht²¹. Dies ist eine Gegenwirkung zum *Laursen-Metzler-Effekt*, die ihn möglicherweise überkompensiert. Betreibt das Land A zur Bekämpfung der Depression eine Politik des billigen Geldes, dann steigen Preise und Löhne in A, und zwar bereits bevor alle Produktionsfaktoren beschäftigt sind. Sie steigen nach Erreichen der Vollbeschäftigung wesentlich stärker.

¹⁸ Vgl. Milton *Friedman*: *Essays in Positive Economics*. Chicago 1953. S. 200.

¹⁹ Die Interventionen der Spekulanten sind hier außer acht gelassen, da sie nur den Wechselkurs — entsprechend dem Trend — stabilisieren sollen und sich somit über etwas längere Zeiträume ausgleichen. In dem hier analysierten System absolut flexibler Wechselkurse gibt es keine Interventionen von Notenbanken bzw. Währungsausgleichsfonds.

²⁰ Vgl. *Haberler*: a.a.O., S. 426.

²¹ Vgl. *Haberler*: a.a.O., S. 428.

Hierdurch entsteht tendenziell eine erhöhte Importnachfrage bei einem verringerten Exportangebot. Der Wert der Währung von A fällt deshalb. Wenn wegen der durch die Geldpolitik in A gesunkenen Zinssätze Kapital nach B drängt, weil dort höhere Zinserträge zu erzielen sind, entstehen — wie bereits ausgeführt — in A expansive und in B depressive Tendenzen; denn für das Land A ergibt sich ein dem Kapitalexport entsprechender Exportüberschuß in der Handelsbilanz.

Die Inflation des Landes A induziert auch dann einen Kapitalstrom in das preisstabilere Land B, wenn im Ausgangszustand ein natürliches Zinsgefälle zwischen beiden Ländern besteht. „Im Fall eines positiven (negativen) natürlichen Zinsgefälles zugunsten des nicht inflationierenden Landes, verstärkt (verringert) die Inflation des anderen Landes dieses natürliche Zinsgefälle. Im ersten Fall empfängt das nicht inflationierende Land eine größere und im zweiten leistet es eine geringere Kapitalübertragung je Periode²².“

Feste Wechselkurse ermöglichen es einem inflationierenden Land, seine Absorption zu vergrößern; flexible Wechselkurse ohne Kapitalverkehr haben in dieser Beziehung eine neutrale Wirkung, also nicht den Inflationsanreiz des Systems fester Wechselkurse. Im System flexibler Wechselkurse mit Kapitalverkehr verliert das inflationierende Land wegen des durch das System erzwungenen Realtransfers der Geld- und Kapitalexporte Realkapital, d. h. das nicht inflationierende Land empfängt als Folge der Inflation mehr Realkapital bzw. braucht netto weniger zu exportieren. Dadurch steigt die Absorption des preisstabilen Landes, während die des inflationierenden sinkt.

Es soll nun zur Untersuchung der konjunkturellen Wirkungen flexibler Wechselkurse ein anderer Fall betrachtet werden. Dazu wird davon ausgegangen, daß sich im Land A ein Boom entwickelt hat, weil sich neue Investitionsmöglichkeiten ergaben. Wenn hierdurch Kapital aus B angezogen wird, dann wird die expansionistische Anregung auf das Kapital exportierende Land B übertragen, während die Expansion im Land A — in dem sie entstand — gebremst wird²³, weil bei flexiblen Wechselkursen Kapitalexporte (-importe) wegen des zwangsläufigen Realtransfers des Kapitals die Konjunktur tendenziell anregen (dämpfen).

Bisher wurde nur der Einfluß der Zinssatzdifferenz auf den Kassawechselkurs und die sich daraus für die Leistungsbilanz ergebenden Folgen untersucht: Wenn der ausländische Zinssatz höher ist als der

²² Alfred *Bosch* und Reinhold *Veit*: Theorie der Geldpolitik. Tübingen 1966. S. 51.

²³ Vgl. *Haberler*: a.a.O., S. 428.

inländische, entsteht tendenziell ein Geldexport, wodurch der Wechselkurs steigt und ein zusätzlicher Warenexport hervorgerufen wird. Die Geldexporte werden auf dem Terminmarkt gesichert²⁴. Entsprechend der auf dem Kassamarkt steigenden Devisennachfrage entsteht auf dem Terminmarkt ein zusätzliches Devisenangebot:

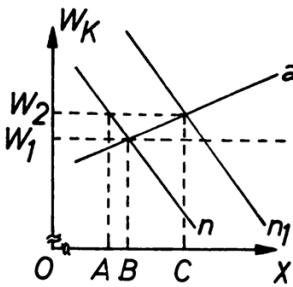


Abb. 1: Kassamarkt

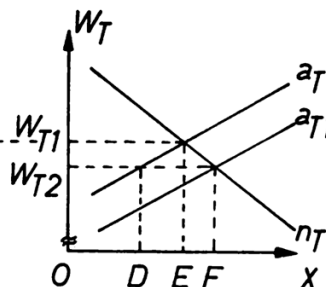


Abb. 2: Terminmarkt

In der Ausgangslage sollen die Wechselkurse auf dem Kassamarkt (OW_1 in Abb. 1) und auf dem Terminmarkt (OW_{T1} in Abb. 2) gleich sein, so daß sich ein Swapsatz von Null ergibt. Durch den zusätzlichen Geldexport verschiebt sich die Nachfragekurve auf dem Kassamarkt von n nach n_1 . Da alle zusätzlich auf dem Kassamarkt nachgefragten Devisen auf dem Terminmarkt angeboten werden, verschiebt sich hier die Angebotskurve von a_T nach a_{T1} , so daß AC in Abb. 1 gleich DF in Abb. 2 ist.

Der Terminkurs fällt, und für die über den Terminmarkt finanzierten Warenbewegungen ergibt sich tendenziell ein Defizit. Wird hierdurch der Einfluß der Geldpolitik auf den Kassadevisenmarkt zu nichte gemacht? *Sohmen* zeigt, daß sich diese Befürchtung bei näherer Betrachtung als gegenstandslos erweist²⁵. Insbesondere ist im allgemeinen zu erwarten, daß die Lieferung von Gütern, für die der Handel den Kassadevisenmarkt benutzt, der Lieferung derjenigen Güter vorausgeht, für die man sich gewöhnlich auf dem Terminmarkt absichert. Der daraus resultierende Einfluß einer expansiven Geldpolitik auf die Leistungsbilanz dürfte daher in die angedeutete Richtung gehen. Die entgegengesetzten Wirkungen ergeben sich natürlich bei einer restriktiven Geldpolitik.

²⁴ Würden die Geldexporte nicht am Terminmarkt gesichert, läge eine Spekulation und keine Zinsarbitrage vor.

²⁵ Vgl. *Sohmen*: a.a.O., S. 85 ff.; und Egon *Sohmen*: Zur Theorie des Devisen-terminmarktes. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*. 178 (1965) S. 565 ff.

Nach diesen Gedanken soll ein Zwischenergebnis herausgestellt werden: Bei flexiblen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr sind die konjunkturellen Bewegungen in verschiedenen Ländern nicht voneinander unabhängig. Während jedoch bei einer Goldwährung oder im System fester Wechselkurse eine Expansion (Kontraktion) in einem Land dahin tendiert, eine Expansion (Kontraktion) im anderen hervorzurufen, kann bei freien Wechselkursen und Kapitalbewegungen eine Expansion (Kontraktion) in einem Land im Ausland ebenso gut eine Kontraktion (Expansion) wie eine Expansion (Kontraktion) anregen²⁶.

Über die *Möglichkeiten wirtschaftspolitischer Einflußnahme* ist folgendes zu sagen: Bei flexiblen Wechselkursen fehlt also der aus dem System fester Wechselkurse bekannte — tendenzielle — konjunkturelle Gleichschritt, der durch eine Wirtschaftsunion wesentlich verstärkt wird. Das ist auch bei enger wirtschaftlicher Integration kein Nachteil. Es entstehen vielmehr Vorteile, wenn sich nicht alle Mitgliedsländer der Wirtschaftsunion gleichzeitig in einer Expansion oder Depression befinden, weil sich dann möglicherweise ausgleichende Tendenzen ergeben, die in dem einen Land die Expansion, in dem anderen die Depression mildern und so eine gleichgewichtigere Entwicklung der Mitgliedsländer der Wirtschaftsunion herbeiführen. Besonders gilt das für Faktorwanderungen, die in der Wirtschaftsunion mit flexiblen Wechselkursen eine relativ große Bedeutung erlangen können. Aus dem Depressionsland wandern sowohl Arbeitskräfte als auch Kapital in das Expansionsland, weil hier beide Faktoren höhere Grenzerträge haben, wodurch in allen Ländern die konjunkturelle Lage verbessert wird und das Sozialprodukt in der Wirtschaftsunion steigt.

Außerdem muß sich das Ausland (Land B) einer vom Land A induzierten Expansion oder Depression nicht anpassen. Die flexiblen Wechselkurse ermöglichen B vielmehr, durch eine eigene Konjunkturpolitik die von A ausgelösten Tendenzen zu kompensieren. Wenn z. B. A eine Politik des billigen Geldes durchführt, es deshalb zu einem Kapitalexport nach B kommt und in B dadurch depressive Tendenzen, insbesondere Arbeitslosigkeit, entstehen, so kann B dieses verhältnismäßig leicht durch eine eigene expansive Konjunkturpolitik ausgleichen: „Flexible exchange rates are generally associated with autonomous, local monetary systems²⁷.“ Der Wechselkursmechanismus bildet in „der Verbindung mit der autonomen Geldpolitik . . . quasi die andere Backe der Zange, welche die Koordinierung der

²⁶ Vgl. Haberler: a.a.O., S. 429.

²⁷ Kenneth K. Kurihara: *Monetary Theory and Public Policy*. Third Impression. London 1958. S. 313.

Außenwirtschaft mit der von der autonomen Geldpolitik bestimmten Binnenwirtschaft sicherstellt²⁸. Diese (zumindest kurzfristige) Befreiung der inländischen Geldpolitik vom Diktat der ausländischen Ereignisse veranlaßt wohl die meisten Anhänger flexibler Wechselkurse zu der Meinung, daß Flexibilität der Wechselkurse die Erhaltung der Vollbeschäftigung fördern kann²⁹.

Die Periode der flexiblen Wechselkurse in Kanada von 1950 bis 1962 läßt sich nicht als Gegenargument anführen. Zwar strömte in dieser Zeit viel Kapital aus den USA nach Kanada, und durch die hohen Importüberschüsse kam es in Kanada zu einer Konjunkturdämpfung mit wachsender Arbeitslosigkeit. Das lag aber daran, daß die Politik der Zentralbank damals „aus unerfindlichen Gründen“³⁰ auf die Erhaltung eines höheren Zinsniveaus gerichtet war, als es aufgrund der Konjunkturlage angezeigt erschien. Durch eine ausreichende Kreditausweitung hätte das leicht geändert werden können. Wenn Regierung und Zentralbank versäumen, von der Möglichkeit einer unabhängigen nationalen Vollbeschäftigungspolitik entsprechenden Gebrauch zu machen, kann die Schuld an der Arbeitslosigkeit nicht dem Währungssystem angelastet werden.

Zur Bekämpfung einer Depression ist bei flexiblen Wechselkursen auch folgender Weg möglich: Das Land A kann am Devisenmarkt³¹ ausländische Valuta mit neu geschöpftem, eigenem Geld ankaufen, um dadurch die eigene Währung abzuwerten³². Das Angebot an Devisen und die Nachfrage nach Devisen sind z. B. auf dem Kassamarkt beim Wechselkurs OW_1 gleich (vgl. Abb. 1), es wird die Devisenmenge OB umgesetzt. Kauft das Land A nun die Devisenmenge AC auf — z. B. durch einen Währungsausgleichsfonds — und hortet sie, ergibt sich die Nachfragekurve n_1 . Der Wechselkurs steigt auf OW_2 , die Nachfrage nach Devisen (für Importe) geht auf OA zurück, während das Angebot an Devisen (aus Exporten) auf OC steigt. In A ergibt sich ein expansiver Prozeß, der dadurch verstärkt wird, daß immer neues Geld in den Kreislauf kommt, während in B ein deflationärer Prozeß entsteht, der wegen der Hortung von B-Währung durch das Land A verschärft wird. Das entspricht in der Wirkung dem bereits erörterten Fall einer expansiven Geldpolitik in A mit einer spekulativen

²⁸ Heuss: a.a.O., S. 163.

²⁹ Vgl. Sohlen: Flexible Exchange Rates, a.a.O., S. 100.

³⁰ Egon Sohlen: Internationale Währungsprobleme. Frankfurt a. M. 1964, S. 62.

³¹ In Frage kommen hier der Kassa- und/oder Termindevisenmarkt.

³² Vgl. James E. Meade: Problems of Economic Union. Chicago 1953. Deutsche Übersetzung unter dem Titel: Probleme der Wirtschaftsunion souveräner Staaten. In: James E. Meade: Probleme nationaler und internationaler Wirtschaftsordnung. Tübingen und Zürich 1955. S. 166.

Bewegung kurz- und langfristigen Kapitals von A nach B, wobei die Mittel in B nicht angelegt werden.

Das Land B würde sich in einer solchen Situation vermutlich nicht passiv verhalten, sondern die wahrscheinlich entstehende Arbeitslosigkeit bekämpfen, möglicherweise in der gleichen Art wie A. Ein solches Vorgehen der Mitgliedsländer gefährdet die Vorteile und u. U. auch den weiteren Bestand der Wirtschaftsunion. Ein Weg zur Lösung dieses Problems würde die Errichtung „eines großen Währungsausgleichskontos unter der Kontrolle einer Zentralbehörde der Union sein, mit welchem die nationalen Ausgleichsfonds der Mitgliedsstaaten beherrscht, wenn nicht sogar ersetzt würden“³³. Das soll später untersucht werden³⁴.

Wenn sich während einer Hochkonjunktur in einem Land das Zinsniveau erhöht, dann wird ausländisches Kapital angezogen und der eigene Kapitalexport gebremst; der Wechselkurs fällt dadurch, die Leistungsbilanz verschlechtert sich. Die Folge davon ist ein größeres Warenangebot im Inland zu niedrigeren Preisen. Nicht nur aus dem vermehrten Warenangebot ergibt sich ein Druck auf die Preise, sondern die Preise der Importgüter sind auch als Folge der Wechselkursänderung niedriger. Bei festen Wechselkursen führt ein durch eine Zinsniveauerhöhung verursachter Kapitalzustrom — *ceteris paribus* — zu einer Ausweitung des Geldumlaufs, da die Zentralbank für das einströmende ausländische Geld eigene Noten ausgibt. Das wirkt der mit der Zinsniveauerhöhung verfolgten Absicht genau entgegen. Überdies bleiben die Preise der Importgüter wegen der unveränderten Wechselkurse konstant. Bei festen Wechselkursen kann die Geldpolitik auch nur in sehr engen Grenzen als konjunkturpolitisches Mittel eingesetzt werden, die bei flexiblen Wechselkursen nicht bestehen. Die unterschiedliche Durchschlagskraft der Geldpolitik stellt für die Wirtschaftspolitik wohl den wichtigsten Unterschied zwischen einem System fixierter und einem System flexibler Wechselkurse dar³⁵.

Der Geldpolitik sind bei flexiblen Wechselkursen also wesentlich weitere Grenzen gesetzt als bei festen. Deshalb ergibt sich die Frage, ob bei freiem Außenwert der Währung in jedem Fall ein stabiler Binnenwert gesichert ist. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß als Folge einer monetären Beschäftigungspolitik schon Preissteigerungen erwartet werden müssen, bevor alle Produktionsfaktoren beschäftigt sind. Eine Ausdehnung der Gesamtnachfrage führt zu Preissteigerungen, wenn in einzelnen Bereichen noch Produktionsmittel

³³ Meade: a.a.O., S. 166.

³⁴ Vgl. S. 26 ff.

³⁵ Vgl. Sohmen: Flexible Exchange Rates, a.a.O., S. 84 und S. 123. — Ders.: Zur Theorie, a.a.O., S. 465 ff.

verfügbar, in anderen Produktionszweigen aber bereits die Produktionsmittel voll beschäftigt sind. Anders ausgedrückt: Preisstabilität läßt sich auch bei flexiblen Wechselkursen manchmal nur bei partieller Arbeitslosigkeit verwirklichen. Da heute der Vollbeschäftigung gegenüber der Preisstabilität in der Regel der Vorzug gegeben wird, ist ein stabiler Binnenwert der Währung nicht in jedem Fall gesichert. Das liegt aber eindeutig an der nationalen Politik.

Die Kursschwankungen, die im System flexibler Wechselkurse z. B. wegen der kurzfristig geringen Elastizität des Devisenangebots und der Devisennachfrage bei Nachfrage- und Angebotsveränderungen sowie Kapitalbewegungen entstehen können, veranlassen Spekulanten, sich einzuschalten. „Gewinne — eine Voraussetzung für die Lebensfähigkeit berufsmäßiger Spekulation — lassen sich nur erzielen, wenn Devisen zu einem niedrigeren Kurs gekauft als verkauft werden, was den Marktkurs jeweils in Richtung des langfristigen Durchschnittskurses treibt³⁶.“ Die stabilisierende Wirkung der Spekulation kommt nur dann uneingeschränkt zustande, wenn die Spekulanten 1. gut informiert sind, 2. über ausreichende liquide Mittel verfügen und 3. untereinander in Konkurrenz stehen³⁷. Bei destabilisierender³⁸ oder nicht ausreichender Spekulation können aber die Notenbanken (oder selbständige Währungsausgleichsfonds) auf den Devisenmärkten intervenieren und die Kursschwankungen weitgehend oder sogar ganz ausgleichen. Der Wechselkurs, den wir als Preis einer B-Währungseinheit in A-Währung definiert haben, entwickelt sich dann ziemlich stabil entsprechend dem Durchschnittswert oder einem Trend.

2. Flexible Wechselkurse und wirtschaftliche Integration

Ziel der wirtschaftlichen Integration ist, die Arbeitsteilung zwischen den beteiligten Ländern optimal zu gestalten und so das Volkseinkommen der Mitgliedsländer der Wirtschaftsunion zu maximieren. Das hier zugrunde liegende Freihandelsargument stützt sich auf die

³⁶ Egon *Sohmen*: Marktwirtschaftliche Wechselkurspolitik. *Der Volkswirt*. 15 (1961) S. 862.

³⁷ Vgl. Alfred *Kruse*: Außenwirtschaft. Die internationalen Wirtschaftsbeziehungen. 2. Aufl. Berlin-München 1965. S. 275.

³⁸ Destabilisierende Spekulationen durch private Spekulanten können nicht ausgeschlossen werden. „Spekulative Übertreibungen der Wechselkursbewegungen rufen — im Rahmen eines reduzierten Außenhandelsvolumens — ‚unnötige‘ Reaktionen von Importeuren und Exporteuren hervor, die früher oder später wieder rückgängig gemacht werden, aber inzwischen mit einer Umverteilung der Produktionsfaktoren verbunden sind, welche vermeidbare Friktionen, also Kosten verursachen, mithin das Realeinkommen mindern.“ (Herbert *Timm*: Das Wechselkursproblem. In: Erich *Schneider* (Hrsg.): *Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart*, Berlin 1965. S. 140.)

Theorie der absoluten und komparativen Kostendifferenzen³⁹, die zu absoluten Preisdifferenzen führen. „Absolute Preisdifferenzen sind es und nicht komparative Kostenunterschiede, die unmittelbar die Richtung des internationalen Handels bestimmen“⁴⁰.

Allgemeine Wirkungen: Worin bestehen die *Vorteile*? Durch die Wechselkurse werden die nationalen Preise miteinander vergleichbar. Damit eine optimale Arbeitsteilung entstehen kann, müssen die Wechselkurse also „richtig“, d. h. Gleichgewichtswechselkurse sein. Flexible Wechselkurse stellen Gleichgewichtswechselkurse dar⁴¹. Deshalb sind flexible Wechselkurse „keineswegs integrationsfeindlich, sondern darüber hinaus geradezu . . . integrationsfreundlich, weil sie die Gleichgewichtsbedingungen der wohlfahrtstheoretischen Aussage des Freihandelstheorems in Zeit und Raum stets erfüllen“⁴².

Daß flexible Wechselkurse die weltwirtschaftliche Integration nicht hindern müssen, zeigt die Entwicklung des Handelsvolumens von 1930 bis 1934. Die Weltwirtschaftskrise brach wenige Jahre nach der Rückkehr zu fixierten Wechselkursen aus; durch die festen Wechselkurse und Nichtbeachtung der „Spielregeln“ wurde die Depression schnell ausgedehnt.

Verschiedene Länder, voran Großbritannien, versuchten ab 1931, mit Hilfe von flexiblen Wechselkursen sich der Deflationsgemeinschaft zu entziehen. Die Tabelle auf S. 14 zeigt, daß bei den Ländern mit beweglichen Wechselkursen das Handelsvolumen am geringsten schrumpfte.

Dieses Ergebnis ist auch für eine Wirtschaftsunion bedeutsam. Nun könnte gegen die aus der damaligen Situation gezogenen Folgerungen eingewandt werden, daß zu jener Zeit eine schwere Krise das Wirtschaftsleben erschütterte. Das ist zwar richtig. Aber darf man auf eine monetäre Ordnung — und das gilt wieder sowohl allgemein als auch für die Wirtschaftsunion — bauen, die nur in „normalen“ Zeiten gut funktioniert? Ein wesentlicher Prüfstein ist wohl, inwieweit solche Organisationsformen krisenfest sind. Und da schneidet das System der festen Wechselkurse schlecht ab. Für die Wirtschaftsunion

³⁹ Vgl. David Ricardo: *On the Principles of Political Economy and Taxation*. 3. Aufl. London 1821. Deutsche Übersetzung unter dem Titel: *Grundsätze der Volkswirtschaft und Besteuerung*. 3. Aufl. Jena 1923. S. 119 ff. — Gottfried Haberler: *Der internationale Handel*. Berlin 1933. S. 99 ff.

⁴⁰ Haberler: *Der internationale Handel*, a.a.O., S. 101.

⁴¹ Allerdings können Störungen nicht vollständig ausgeschlossen werden, es wurde z. B. bereits auf die Möglichkeit von destabilisierenden Spekulationen hingewiesen (vgl. Anm. 38).

⁴² Helmut Gröner: *Flexible Wechselkurse und wirtschaftliche Integration*. Die Aussprache. 15 (1965) S. 124.

**Rückgang des mengenmäßigen Handelsvolumens von 1930 bis 1934
in Prozent des Volumens von 1930^{a)}**

| Ländergruppe ^{b)} | Außenhandel | Exporte | Importe |
|--|-------------|---------|---------|
| Goldblock | | — 28 | — 23 |
| Länder mit festen Wechselkursen und Devisenbewirtschaftung | | — 40 | — 21 |
| Länder mit flexiblen Wechselkursen | | — 12 | — 7 |

a) Berechnet nach Seymour E. *Harris*: *Exchange Depreciation. Its Theory and its History, 1931—1935, with some Consideration of Related Domestic Policies.* Cambridge (USA) 1936. S. 101. Die Zurechenbarkeit der Wirkungen ist nicht unproblematisch, da insbesondere der von Großbritannien angeführte Sterlingblock für die wirtschaftliche Entwicklung bedeutsam war. Doch scheint die obige Zurechnung das entscheidende Moment zu betonen.

b) Die Klassifizierung der Länder erfolgte nach den 1933 bestehenden Währungsverhältnissen.

kommt noch hinzu, daß desintegrierende Maßnahmen (z. B. Devisenbewirtschaftung und Paritätsveränderungen) nicht mehr ergriffen werden dürfen.

Es könnten flexible Wechselkurse aber auch mit umfangreichen *Nachteilen* behaftet sein, die ihre grundsätzliche Eignung für die wirtschaftliche Integration möglicherweise überkompensieren. Der am häufigsten vorgebrachte Einwand gegen flexible Wechselkurse besagt, daß das Wechselkursrisiko den internationalen Handelsverkehr beeinträchtigt, daß flexible Wechselkurse im Vergleich zu festen also ein geringeres Handelsvolumen bewirken. Dieses Argument zielt auf den Grundgedanken der Wirtschaftsunion: Zwischen den Mitgliedern sollen binnenmarktähnliche Verhältnisse hergestellt werden. Gefährden nicht flexible Wechselkurse dieses Ziel? Das trifft nicht zu:

Der internationale Handel ist erstens kein Selbstzweck, sondern nur soweit sinnvoll, wie er zur Steigerung der Volkseinkommen beiträgt. D. h. ein großes Handelsvolumen bei ungleichgewichtigen festen Wechselkursen, das also auf verzerrten Preisrelationen beruht, kann eine geringere Wohlstandssteigerung bedeuten als ein kleineres Handelsvolumen bei flexiblen Wechselkursen, da letzteres entsprechend den Kostendifferenzen abgewickelt wird.

Zweitens bewirken die Wechselkursschwankungen nicht nur Verluste, sondern in ungefähr dem gleichen Maße auch Gewinne. Trotz-

dem wird das insbesondere für die meisten Ex- und Importeure kein Ausgleich sein. Als Fabrikanten und Verarbeiter richten sie normalerweise ihr Hauptaugenmerk auf die technische und mikroökonomische Seite ihrer Tätigkeit. Deshalb sind sie im allgemeinen nicht bereit und vielleicht auch nicht fähig, darüber hinaus noch die wahrscheinliche künftige Kursentwicklung möglichst genau zu erforschen. Sie ziehen es vielmehr in der Regel vor, diese Aufgabe entsprechend dem Grundsatz der Arbeitsteilung anderen zu überlassen, die sich darauf spezialisiert und den nötigen Marktüberblick haben⁴³. So kommt es zu Devisentermingeschäften, mit denen die am Außenhandel Beteiligten sich gegen Wechselkursschwankungen absichern können. Das geht zum größten Teil sogar ohne Spekulanten: Der kommerzielle Handel kann bei ausgeglichener Leistungsbilanz und gleichen Zahlungsfristen der Export- und Importgeschäfte alle Kurssicherungstransaktionen „in sich“ tätigen. Somit findet in der Regel „die Kurssicherungsabsicht der Importeure eines Landes in der Kurssicherungsabsicht ausländischer Importeure, die aus diesem Land Waren beziehen, ihren natürlichen Widerpart“^{44, 45}.

Auf diese Weise ist allerdings eine Kurssicherung für Fristen von mehreren Jahren selten möglich. In der Hinsicht unterscheiden sich flexible Wechselkurse aber nicht vom gegenwärtigen System⁴⁶. Andererseits hat das Beispiel Kanadas gezeigt, wie stabil flexible Wechselkurse bei entsprechender Wirtschaftspolitik sein können. Die größte Schwankungsbreite für die Zeit von 1952 bis 1961 betrug 6 %, also $\pm 3\%$ vom langfristigen Durchschnitt. Während der Periode der relativ festen Wechselkurse von 1945 bis 1950 wurde dagegen die Parität des kanadischen Dollars zweimal (Juli 1946 und September 1949) um je etwa 10 % geändert. Innerhalb eines Jahres nach der ersten Ankündigung der geplanten Abschaffung flexibler Wechselkurse im Jahre 1961 wurde der kanadische Dollar um beinahe 10 % abgewertet⁴⁷.

⁴³ Vgl. Emil Küng: Zahlungsbilanzpolitik. Zürich und Tübingen 1959. S. 562.

⁴⁴ Friedrich A. Lutz und Egon Sohmen: Wie kann sich ein Land der importierten Inflation entziehen? In: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Stabiles Geld — Stetiges Wachstum. Jahresgutachten 1964/65. Stuttgart und Mainz 1965. S. 164.

⁴⁵ Dabei muß berücksichtigt werden, daß die bei flexiblen Wechselkursen sich naturgemäß stark entwickelnden Terminmärkte nicht mit den Terminmärkten verglichen werden dürfen, die im System relativ fixierter Wechselkurse bestehen. Letztere besitzen nur eine begrenzte Funktion, da Interventionspunkte bestehen, bzw. sie ist vor vermuteten oder tatsächlichen Paritätsänderungen fragwürdig.

⁴⁶ Vgl. Lutz und Sohmen: a.a.O., S. 164. — Otto Pfeiderer: Die Zukunft der internationalen Währungsordnung. Kyklos. XX (1967) S. 47 f.

⁴⁷ Vgl. Sohmen: Internationale Währungsprobleme, a.a.O., S. 62.

Trotzdem bleibt folgendes zu bedenken: Flexible Wechselkurse werden abgelehnt, weil eine „echte internationale Arbeitsteilung“ nur zustande kommt, wenn eine „faktische Währungseinheit durch Stabilität der Wechselkurse bei freiem internationalem Zahlungsverkehr besteht“⁴⁸. Das liegt jedoch nicht daran, daß „der internationale Handel im engeren Sinne die Risiken von Wechselkursänderungen nicht zu tragen vermag“, sondern beruht darauf, daß „der internationale Handel unter derartigen Bedingungen keine Tiefenwirkung haben kann im Sinne einer Steuerung der produktiven Kräfte in die rationellsten Verwendungen entsprechend den komparativen Kostenunterschieden“⁴⁹. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmer geht zurück, weil nicht sicher ist, ob die internationalen Kostenunterschiede von heute auch die von morgen sein werden. Eine Wechselkursveränderung kann plötzlich Faktorkombinationen wirtschaftlich machen, die bisher unwirtschaftlich waren, andererseits werden solche unwirtschaftlich, die vor der Wechselkursveränderung wirtschaftlich waren. Das gilt besonders dann, wenn die als Puffer wirkenden Handelshemmnisse beseitigt sind. So kommt es, daß die Unternehmer auf kleinere internationale Kostenunterschiede nicht reagieren, sondern „sich die internationale Arbeitsteilung nur in Fällen extremer Kostenunterschiede durchsetzen kann“⁵⁰. Flexible Wechselkurse bewirken nach diesen Überlegungen, daß innerhalb der Wirtschaftsunion unwirtschaftliche Faktorkombinationen länger beibehalten werden als bei absolut festen Wechselkursen, die Gleichgewichtskurse sind.

Spezielle Gesichtspunkte: Diesen Gedanken liegt die Vorstellung von der Notwendigkeit einer gewissen *Konstanz der Wirtschaftspolitik* zugrunde, „damit eine ausreichende Investitionstätigkeit in Gang kommt. Ohne diese Konstanz wäre auch die Wettbewerbsordnung nicht funktionsfähig. . . . Eine Distanz von Plandaten und faktischen Daten entsteht stets, solange sich die Wirtschaft entwickelt. Aber diese Distanz sollte nicht durch rasche und vielfache Änderungen der Wirtschaftspolitik so vergrößert werden, daß Investitionen unterbleiben, die sich erst nach vielen Jahren rentieren können“⁵¹. Mit diesen Forderungen lassen sich jedoch flexible Wechselkurse vereinbaren. Zwar sind absolut fixierte Wechselkurse, die — abgesehen von geringfügigen kurzfristigen Schwankungen — Gleichgewichtskurse

⁴⁸ Fritz W. Meyer: *Stabile oder bewegliche Wechselkurse?* ORDO. IV (1951) S. 347.

⁴⁹ Meyer: a.a.O., S. 347.

⁵⁰ Meyer: a.a.O., S. 348.

⁵¹ Walter Eucken: *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. 3. Aufl. Tübingen und Zürich 1960. S. 289 f.

sind, in einer Wirtschaftsunion optimal, weil sie kein spezifisches Risiko für den Wirtschaftsverkehr innerhalb der Union darstellen und deshalb eine Anpassung wie im nationalen Bereich ermöglichen. Solange aber keine endgültige Beschränkung der nationalen kreditpolitischen Autonomie besteht, ist dieser Fall nicht gegeben, und der Idealzustand des Systems fester Wechselkurse darf deshalb nicht mit flexiblen Wechselkursen bei nationaler kreditpolitischer Autonomie verglichen werden. Wir können die Systeme fester und flexibler Wechselkurse nur bei ähnlichen Voraussetzungen gegenüberstellen, d. h. beide Fälle jeweils mit oder ohne nationale kreditpolitische Autonomie. Bei nationaler kreditpolitischer Autonomie weisen flexible Wechselkurse gegenüber festen Wechselkursen wesentliche Vorteile auf: Durch sie wird das Risiko von plötzlichen großen Paritätsveränderungen, Sonderzöllen und Kontingenten zum Zahlungsbilanzausgleich und Devisenbewirtschaftung weitgehend ausgeschlossen. Diese desintegrierenden Maßnahmen dürfen zwischen den Mitgliedsländern der Wirtschaftsunion nicht mehr angewendet werden⁵². Um so leichter kommt es deshalb aber zu großen Abweichungen des Gleichgewichtswchselkurses von der fixierten Parität und damit zwangsläufig zu Verzerrungen des Handels- und Kapitalverkehrs.

Flexible Wechselkurse bewirken ferner, daß wegen der automatisch ausgleichenden Bewegung der Wechselkurse viele andere Variable eher konstant bleiben können als bei festen Wechselkursen⁵³. In einer Wirtschaftsunion mit autonomer nationaler Konjunktur- und Wirtschaftspolitik ermöglichen flexible Wechselkurse dadurch eine bessere internationale Arbeitsteilung und Integration als (relativ) feste Wechselkurse, die nicht Gleichgewichtswchselkurse sind. Im Interesse der Konstanz der Wirtschaftspolitik sollten die flexiblen Wechselkurse jedoch möglichst stabil sein; das läßt sich durch eine entsprechende Wirtschaftspolitik und durch Ausgleich von Wechselkursschwankungen erreichen. Diese Forderung nach stabilen flexiblen Wechselkursen wird verschiedentlich als Argument für eine Fixierung der Wechselkurse verwandt⁵⁴. Dabei wird jedoch das Wesen flexibler Wechselkurse verkannt, die bei Datenänderungen eine Anpassung bewirken und nicht künstlich Daten aufrechterhalten sollen.

Zu einer funktionierenden Wettbewerbsordnung gehört die *Flexibilität der Preise* als Lenkungsmechanismus. Wenn nun die internen

⁵² Flexible Wechselkurse mindern insofern auch die Gefahr von Vertragsverletzungen.

⁵³ Vgl. Egon Sohmen: Mehr Sicherheit im Außenhandel? (Interview). Wirtschaftsdienst. 46 (1966) S. 307.

⁵⁴ Vgl. Eberhard Aust: Währungsordnung und Zahlungsbilanz im Gemeinsamen Markt Europas. Frankfurt a. M. 1959. S. 56 f.

Preise so flexibel wären wie die Wechselkurse, würde es ökonomisch einen geringen Unterschied bedeuten, ob Anpassungen durch Wechselkursänderungen oder durch Veränderungen der inneren Preise zustande kommen. Das ist jedoch nicht der Fall. Es sei nur daran erinnert, daß heute die Preise — insbesondere die Löhne — nach unten weitgehend unelastisch sind. Wenn eine solche partielle Preisstarrheit besteht, dann kann die Wechselkursflexibilität ein teilweiser Ersatz sein⁵⁵: Die Löhne und Preise jedes Landes sind beweglich, soweit sie in den Währungen anderer Länder ausgedrückt werden. Fällt z. B. die Nachfrage nach den Produkten des Landes A, dann sinken die Preise von A, ausgedrückt in der Währung B. Dadurch wird der Rückgang von Produktion und Beschäftigung in A zumindest teilweise vermieden, weil der Export weitgehend gehalten werden kann und weil es die ausländische Konkurrenz nun schwerer hat, nach A zu verkaufen.

Die Ersatzflexibilität mittels flexibler Wechselkurse ist allerdings nicht so selektiv, wie die Flexibilität der internen Preise, da sich die tatsächlichen Preisveränderungen nicht speziell auf die Güter konzentrieren, die von der anfänglichen Angebot-Nachfrageänderung betroffen sind⁵⁶. But even „some flexibility of the crude sort described here would be better than nothing“⁵⁷. Je kleiner und spezialisierter jedes Land mit einer eigenen Währung ist, desto selektiver ist die Ersatz-Preisflexibilität und desto stärker wirken die geänderten Angebot-Nachfrage-Verhältnisse über die wechselnden Werte der Währungen auf einzelne Güter. Die so erhöhte Preisflexibilität beeinflusst auch die Integration in der Wirtschaftsunion: „Effective wage-and-price flexibility through exchange rates would have the further advantage of tending to promote price competition and the economic integration that competition implies“⁵⁸.

III. Funktionsfähigkeit flexibler Wechselkurse in der Wirtschaftsunion

1. Optimale Währungsräume

Die an der Wirtschaftsunion beteiligten Nationen besitzen keine nach ökonomischen Gesichtspunkten gezogenen Grenzen; „die Staaten

⁵⁵ Vgl. Leland B. Yeager: Exchange Rates within a Common Market, Social Research. 25 (1958). S. 420.

⁵⁶ Vgl. Yeager: a.a.O., S. 421.

⁵⁷ Yeager: a.a.O., S. 422.

⁵⁸ Yeager: a.a.O., S. 426.

und die an sie gebundenen Währungsräume sind Geschöpfe der politischen Entwicklung, nicht des ökonomischen Kalküls⁵⁹. Deshalb ist es einerseits möglich, daß Währungsräume mehrere wirtschaftlich selbständige „Regionen“ umfassen, und andererseits, daß einheitliche „Regionen“ durch Staatsgrenzen in mehrere Währungsräume geteilt sind. So entsteht die Frage, ob die Wirtschaftsunion aus optimalen Währungsräumen gebildet werden kann, die durch flexible Wechselkurse miteinander verbunden sind.

Mundell definiert die Regionen als Gebiete, innerhalb denen volle Faktormobilität und zwischen denen keine Faktormobilität besteht⁶⁰. Umfaßt ein Staat mit dem von ihm geschaffenen Währungsraum mehrere solcher Regionen, können im gleichen Währungsraum sowohl Über- als auch Unterbeschäftigung vorkommen. Es ergeben sich dieselben Probleme wie bei festen Wechselkursen zwischen den nationalen Währungen: Läßt die Überschußregion (bzw. die Zentrale) keine Inflation zu, liegt die Last der Anpassung allein bei der Defizitregion, die entsprechend deflationieren muß. Das führt bei nach unten weitgehend unelastischen Löhnen und Preisen zu sinkendem Output und abnehmender Beschäftigung. Vollbeschäftigung ist dagegen *ceteris paribus* nur um den Preis einer Inflation (besonders im Überschußland) zu erreichen: „Full employment thus imparts an inflationary bias to the multiregional economy or (more generally) to a currency area with common currency⁶¹.“ Daran ändert sich nichts, wenn diese Nation nach außen einen flexiblen Wechselkurs hat.

Stimmen die Währungsräume mit den Regionen überein und bestehen flexible Wechselkurse, paßt die Bewegung des Wechselkurses die Regionen an die neuen Daten an. Tritt z. B. ein Nachfragewechsel von den Produkten der Region B zu denen der Region A auf, so gleicht die Abwertung der Währung B (bzw. die Aufwertung der Währung A) das externe Ungleichgewicht aus, sie mildert die Arbeitslosigkeit in B und unterdrückt die Inflation in A. „Today, if the case for flexible exchange rates is a strong one, it is, in logic, a case for flexible exchange rates based on regional currencies, not on national currencies. The optimum currency area is the region⁶².“

Die Faktormobilität (und damit die Abgrenzung der Regionen) ist jedoch in der Regel eher ein relativer als ein absoluter Begriff. Das

⁵⁹ Hans *Willgerodt*: Wirtschaftsraum und Währungsraum. In: *Erich Schneider* (Hrsg.): *Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart*. Berlin 1965. S. 357.

⁶⁰ Vgl. Robert A. *Mundell*: *A Theory of Optimum Currency Areas*. *The American Economic Review*. LI (1961). S. 658.

⁶¹ *Mundell*: a.a.O., S. 659.

⁶² *Mundell*: a.a.O., S. 660.

gilt sowohl für die geographische als auch für die sektorale Faktormobilität. Sie kann im Laufe der Zeit mit den sich ändernden politischen und ökonomischen Bedingungen wechseln⁶³. „Außerdem ist es doch wohl auch möglich, mit geeigneten Methoden der Ordnungs-, Wettbewerbs- und Finanzpolitik die Mobilität der Faktoren innerhalb eines Staatsgebietes zu vergrößern, also ein zunächst nur politisches Gebilde nachträglich zu einem Wirtschaftsraum zu machen. Anstatt die Währungsräume nach der Größe der Regionen zu bemessen, könnte man die Größe der Regionen auf diese Weise den Währungsräumen anpassen⁶⁴.“

Mundell geht den umgekehrten Weg. Er möchte die Währungsräume nach den Regionen bemessen. Gegen viele kleine Währungsräume sprechen erstens die Kosten, die durch sie verursacht werden. Die Valuta eines zu kleinen Gebietes hat zweitens eine unzureichende Verwendbarkeit und Liquidität⁶⁵. Drittens dürfen die Devisenmärkte nicht so klein sein, daß ein einzelner Spekulant (mit Ausnahme der Zentralbanken) den Marktpreis einer Valuta wesentlich beeinflussen kann. Sonst müßte das oft gegen flexible Wechselkurse vorgebrachte Spekulationsargument ernst genommen werden. Viertens vertreten die Befürworter von flexiblen Wechselkursen die These, daß bei den Arbeitnehmern eine gewisse Geldillusion besteht: Zwar ist eine Senkung des Nominallohnes nicht möglich, doch wird eine Verminderung des Realeinkommens durch einen steigenden Wechselkurs akzeptiert. Bei kleinen Währungsräumen ist der Einfluß von Wechselkursänderungen auf das Preisniveau jedoch groß, da in der Regel die Außenhandelsintensität mit abnehmender Größe des Landes zunimmt. Weil es aber unrealistisch ist, den hohen Grad von Geldillusion vorauszusetzen, der in kleinen Währungsräumen existieren müßte, damit flexible Wechselkurse voll wirksam sind⁶⁶, empfehlen sich größere Währungsräume, bei denen die Wirkungen der Wechselkursänderungen auf das Preisniveau relativ gering sind.

Ist nicht nur die Vollbeschäftigung, sondern auch die *Preisstabilität* ein Ziel der Währungspolitik, dann müssen die preispolitischen Folgen von Wechselkursbewegungen berücksichtigt werden. Wenn das betrachtete Gebiet A geringe Ausdehnung besitzt, sind die Preise der internationalen Güter Weltmarktpreise, die kaum durch A beeinflusst werden können. Als Folge des Steigens des Wechselkurses des Landes A von z. B. 10 % steigen die Preise dieser Güter im Land A ebenfalls

⁶³ Vgl. *Mundell*: a.a.O., S. 662.

⁶⁴ *Willgerodt*: a.a.O., S. 358 f.

⁶⁵ Ronald I. *McKinnon*: Optimum Currency Areas. The American Economic Review. LIII (1963). S. 722.

⁶⁶ Vgl. *Mundell*: a.a.O., S. 663.

um 10 %. D. h. bei einem sehr hohen Anteil der internationalen Güter am Gütersortiment des Landes A schwankt das Preisniveau fast genauso stark wie der Wechselkurs. Preisstabilität ist dann nur durch einen festen Wechselkurs zum Ausland B möglich⁶⁷. Sofern der Anteil der heimischen Güter dagegen groß und der der internationalen entsprechend klein ist, kann ein stabiles Preisniveau durch flexible Wechselkurse erreicht werden, weil in diesem Fall die sich mit dem Wechselkurs verändernden Preise der internationalen Güter keine große Bedeutung haben⁶⁸. Da für die Wirtschaftsunion Industriewirtschaften vorausgesetzt wurden und diese ein konkurrierendes Gütersortiment anbieten, „gibt es nur wenige Märkte, auf denen In- und Ausländer nicht gleichzeitig als Anbieter und/oder Nachfrager auftreten. Der Kreis der heimischen Güter im strengen Sinn darf deshalb nicht zu hoch veranschlagt werden“⁶⁹.

Nun nimmt durch die Wirtschaftsunion die Außenhandelsverflechtung und damit die Bedeutung der internationalen Güter für jedes Teilnehmerland weiter zu. Weil bei Integration die sonst als Puffer wirkenden Handelshemmnisse fehlen, ergibt sich aus *McKinnons* Raisonement ein gewichtiges Argument für feste Wechselkurse zwischen den Ländern der Wirtschaftsunion; denn das Preisniveau der einzelnen Mitgliedsländer wird ziemlich stark mit den Wechselkursen schwanken. Nur die Preise der relativ unbedeutenden heimischen Güter sind nicht direkt von den Wechselkursbewegungen abhängig.

Es sind aber auch die Folgen zu berücksichtigen, die sich durch Preissteigerungen im großen Land B für das kleine Land A ergeben. Weist z. B. das Land B eine Inflation von X %/Jahr auf, so steigen die Weltmarktpreise (in B-Währung) entsprechend. Bei festen Wechselkursen erhöht sich das Preisniveau der internationalen Güter in A ebenfalls um X %/Jahr, das gesamte Preisniveau steigt in A wegen des geringen Anteils der heimischen Güter fast genauso. Das kleine Land A kann sich vor einem Import dieser Inflation nur durch flexible Wechselkurse schützen, „indem sie wie ein stufenloses Getriebe die Preise

⁶⁷ Eine z. B. aus Gründen der Zahlungsbilanz erforderliche Deflation wirkt dementsprechend nur auf den kleinen Bereich der heimischen Güter, der das Preisniveau und die Beschäftigung nur mäßig beeinflusst.

Unter internationalen Gütern sind solche Güter zu verstehen, die sowohl von In- als auch von Ausländern angeboten und nachgefragt werden und (zumindest potentiell) miteinander konkurrieren. Heimische Güter werden dagegen nur von Inländern (oder nur von Ausländern) angeboten und nachgefragt. [Vgl. Alfred *Bosch* und Reinhold *Veit*: *Konjunktur, Zahlungsbilanz und Geldpolitik*. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 20 (1967). S. 62.]

⁶⁸ *McKinnon*: a.a.O., S. 719 ff.

⁶⁹ *Bosch* und *Veit*: a.a.O., S. 62.

in inländischer Währung von den Preisen in ausländischer Währung loskoppeln“⁷⁰.

In *McKinnons* Argumentation wird also nur eine Seite des Problems berucktigt. Generell läßt sich sagen, daß feste Wechselkurse jeweils für das inflationierende oder deflationierende Land eine größere Preisstabilität bewirken als flexible Wechselkurse, allerdings zu Lasten der anderen Länder.

Weiter ist zu beruckichtigen, daß bei flexiblen Wechselkursen die Währungen kleiner Währungsräume nur einen geringen Liquiditatswert haben, d. h. daß wegen der unsicheren Wechselkursentwicklung Liquiditätsreserven besonders in der Währung eines großen Wahrungsraumes gehalten werden. „This will occur even though the marginal efficiency of investment in the small area is greater than outside“⁷¹. Es ist also damit zu rechnen, daß auf diese Weise tendenziell die kleinen Länder die Leistungsbilanzdefizite größerer Länder mit stärker erwünschten Währungen finanzieren. Da in der Wirtschaftsunion Behinderungen des Kapitalverkehrs und ähnliche Manipulationen nicht zulässig sind, kann sich dieser Effekt uneingeschränkt auswirken.

Aus den Überlegungen folgt, daß sehr kleine Währungsräume in einer Wirtschaftsunion noch nachteiliger sind als sonst, da ihre speziellen Probleme in einer Wirtschaftsunion verstärkt zur Auswirkung kommen können. Soweit kleine Länder mit einem anderen Land der Wirtschaftsunion sehr intensive wirtschaftliche Beziehungen pflegen und besonders in der Geldpolitik weitgehende und dauerhafte Übereinstimmung zwischen den Ländern besteht, kann deshalb ein gemeinsamer Währungsraum von Vorteil sein.

2. Weitere Wirkungen flexibler Wechselkurse in der Wirtschaftsunion

Vorteile der in geringem Umfang notwendigen politischen Übereinstimmung: Flexible Wechselkurse ermöglichen auch in einer Wirtschaftsunion nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Sicherung bzw. Wiederherstellung der Vollbeschäftigung und des internen Gleichgewichts. Das ist besonders wichtig, wenn bei geringer politischer Übereinstimmung zwischen den Mitgliedsländern keine Zentralbehörde der Wirtschaftsunion ein genügend großes Budget besitzt, „das ihr die zur Durchführung einer monetären Stabilisierungspolitik

⁷⁰ Willgerodt: a.a.O., S. 359.

⁷¹ McKinnon: a.a.O., S. 722.

in der Union erforderliche fiskalische Macht verleihen würde“⁷². Diese Funktionen können also den nationalen Instanzen überlassen bleiben, die über die notwendigen Instrumente verfügen und die politische Verantwortung für die Maßnahmen tragen⁷³.

Außer der relativ geringen politischen Übereinstimmung besteht ein weiterer Vorteil darin, daß diese Funktionen von mehreren voneinander unabhängigen nationalen Instanzen ausgeübt werden können. Zwar scheint es auf den ersten Blick immer von Nachteil zu sein, wenn zwischen den Ländern der Wirtschaftsunion keine Übereinstimmung in den Zielen und Methoden der Wirtschaftspolitik besteht; aber das ist nicht sicher, denn flexible Wechselkurse erlauben in der Wirtschaftsunion beliebige nationale Unterschiede in der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Jedes Land kann seinen eigenen „optimalen“ Weg einschlagen. So mag ein Mitgliedsstaat versuchen, sein Preisniveau zu stabilisieren, ein anderer, das wirtschaftliche Wachstum zu forcieren, während ein dritter ein stetiges Wirtschaftswachstum bevorzugt. Ein Mitgliedsstaat kann die monetären, ein anderer die fiskalischen Maßnahmen ausbauen⁷⁴. Diese Verschiedenheit in der Ausgangslage schließt nicht aus, daß es (wegen der engen wirtschaftlichen Bindungen durch die Wirtschaftsunion) im Laufe der Zeit zu einer von den Mitgliedsstaaten selbst bestimmten Angleichung (Harmonisierung) von Zielen und Methoden der Wirtschaftspolitik in den Mitgliedsländern kommt, wodurch viele Ursachen für Veränderungen der Wechselkurse entfallen.

Saisonschwankungen: Die flexiblen Wechselkurse verhalten sich auch nach einer Harmonisierung der Ziele und Methoden der Wirtschaftspolitik nicht in der gleichen Weise wie feste Wechselkurse; denn der Handel ist ungleichmäßig über das Jahr verteilt. Es gibt Zeiten, in denen ein Land einen Exportüberschuß, und solche, in denen es einen Importüberschuß besitzt. Das gilt auch dann, wenn die Leistungsbilanz für ein Jahr ausgeglichen ist.

Das Land A habe z. B. in jedem Frühjahr eine starke Expansion, durch die eine Tendenz zu vermehrten Importen und verringerten Exporten entsteht. In A werden also mehr Devisen als vorher nachgefragt, um in B Waren zu kaufen. Der Wechselkurs von A steigt.

⁷² Meade: a.a.O., S. 163 f.

⁷³ Es wird also angenommen, daß eine Zentralbehörde der Union zunächst nur von den nationalen Regierungen bzw. den nationalen Parlamenten gebildet würde. Eine weitergehende politische Integration mit direkt gewähltem Unionsparlament und einer von ihm bestimmten Unionsregierung, die in genau umrissenen Fragen die ausschließliche bzw. konkurrierende Entscheidungsbefugnis hat, erfordert einen wesentlich weiterreichenden Souveränitätsverzicht der Nationen.

⁷⁴ Vgl. Meade: a.a.O., S. 164.

Andererseits mögen im Sommer und Herbst Touristen von B nach A kommen, außerdem kauft B regelmäßig in A nach der Ernte Agrarprodukte. In dieser Zeit wird zusätzlich Währung von A nachgefragt, der Wechselkurs von A sinkt deshalb. Es läßt sich vorstellen, daß durch diese Faktoren der Wechselkurs jedes Jahr um einen konstanten Wert (oder um den Trend) schwanken würde (sofern keine kompensierenden Geld- und Kapitalbewegungen stattfinden). Werden diese Schwankungen verringert, dann entstehen offensichtlich Vorteile für die am Außenhandel Beteiligten und für die Volkswirtschaften, müssen doch sonst z. B. „die Agrarexporteure in Kauf nehmen, daß die Wechselkurse sich jedesmal zu ihren Ungunsten bewegen, wenn sie ihre Waren ausführen wollen“⁷⁵.

Die Saisonschwankungen des Wechselkurses sind jedoch nicht unbegrenzt. „Die Valuta muß fallen (oder steigen, je nachdem wie der Fall liegt), bis entweder der Spekulant einen genügenden Profit sicher genug erwartet, um einzusteigen, oder der Kaufmann, abgeschreckt durch den Devisenkurs, der ihm für das Geschäft berechnet wird, sich entschließt, auf den Vorteil eines Kaufes zu dieser bestimmten Jahreszeit zu verzichten und einen Teil seiner Anschaffungen verschiebt“⁷⁶.“ Soweit die Spekulanten die Entwicklung richtig einschätzen, mildern sie die Wechselkursschwankungen, sonst erleiden sie Verluste. Es ist jedoch möglich, daß die Spekulanten zu einem weitgehenden Ausgleich nicht finanzkraftig genug sind. Dann muß für ihre Leistung ein relativ hoher Preis bezahlt werden, der Handel zwischen den Ländern der Wirtschaftsunion wird dadurch mit entsprechenden Kosten belastet. Sofern die private Spekulation ihre Funktion des zeitlichen Preisausgleichs nicht oder nur ungenügend ausübt, ist es besonders für den Handel in einer Wirtschaftsunion vorteilhaft, wenn eine öffentliche Stelle ergänzend eingreift, damit die Wechselkurse saisonal nur wenig schwanken.

Autonome und induzierte Kapitalbewegungen: Die Bewegungen des kurzfristigen Kapitals (Geld) hängen von den gegenwärtigen und erwarteten Wechselkursen sowie Zinssätzen der Geldmärkte ab. Kapitalbewegungen umfassen Export und Import von langfristigem Kapital, z. B. Direktinvestitionen, Käufe und Verkäufe von langfristigen Forderungen (insbesondere Aktien und Rentenpapieren). Diese Kapitalbewegungen sind weitgehend autonom, also vom Stand der Zahlungsbilanz bzw. der Wechselkursentwicklung unabhängig.

⁷⁵ Küng: a.a.O., S. 555.

⁷⁶ John Maynard Keynes: A Tract on Monetary Reform. London 1923. Deutsche Übersetzung unter dem Titel: Ein Traktat über Währungsreform. München und Leipzig 1924. S. 113.

Umfangreiche Geld- und Kapitalbewegungen beeinflussen den Wechselkurs, und zwar steigt der Wechselkurs des kreditgebenden Landes, wodurch die Exporte und die Importe tendenziell zu- bzw. abnehmen, so daß der Realtransfer ermöglicht wird. Wenn der Kredit abgewickelt ist, sinkt der Wechselkurs etwa auf seine ursprüngliche Höhe. Auch diese Wechselkursschwankungen können von der Spekulation unter den genannten Bedingungen gemildert werden. Trotzdem „wird jedes Schwanken des Wechselkurses (veranlaßt durch internationale Kreditbewegung, Außenhandel oder den internationalen Leistungsverkehr) das Risiko für Kreditnehmer und Kreditgeber erhöhen. Das vermindert notwendigerweise den am Zins orientierten privaten internationalen Kreditverkehr“⁷⁷. Dies stellt jedoch nicht in jedem Fall einen Nachteil dar: Die bei relativ festen Wechselkursen vor Paritätsänderungen mögliche risikolose Einweg-Spekulation ist unter flexiblen Wechselkursen nicht möglich.

Etwas anders verhält es sich dagegen mit langfristigen Krediten. Zwar können auch in diesem Fall „Kreditgeber oder Kreditnehmer durch die Kursbewegungen, die sie durch eine solche Kreditgewährung oder -rückzahlung selber verursacht haben, Verluste erleiden“⁷⁸. Der Gläubiger schließt jedoch für sich das Kursrisiko meistens durch Festsetzung der Summe in heimischer Währung aus. Soweit der Schuldner im Gläubigerland Waren kauft, kommt es überhaupt nicht zu Wechselkursänderungen. Der Schuldner kann auch größere Kursausschläge vermeiden, indem er den Kredit nach Bedarf von den Banken des Gläubigerlandes in seine Währung transferiert. Außerdem ist zu beachten, daß, wenn z. B. der Wechselkurs des Schuldnerlandes steigt, der Schuldner zur Rückzahlung einen größeren Betrag an eigener Währung aufwenden muß. Wegen der wahrscheinlich gestiegenen Preise sind dann aber auch die Preise der mit den Anleihen erstellten Anlagen und die Erträge der Investitionen höher⁷⁹. Bei Direktinvestitionen ist in der Regel kein Zeitpunkt des Rücktransfers der Kapitalsumme bestimmt, sondern es entsteht nur das Problem des Transfers der Erträge, der ziemlich regelmäßig ist und daher die Kursentwicklung nicht sehr stört.

Das Experiment mit flexiblen Wechselkursen in Kanada hat gezeigt, daß sie den Verkehr von Anlagekapital nicht zu behindern brauchen; denn in dieser Zeit strömte sehr viel Kapital aus den USA nach Kanada. Es wurde von einem Teil der kanadischen Öffentlichkeit sogar die Ansicht vertreten, die flexiblen Wechselkurse seien für das unaufhörliche Einströmen von Investitionskapital verantwort-

⁷⁷ Kruse: a.a.O., S. 284.

⁷⁸ Kruse: a.a.O., S. 274.

⁷⁹ Kruse: a.a.O., S. 274 f.

lich⁸⁰. Flexible Wechselkurse haben für das Kapitalimportland den großen Vorteil, daß der sofortige Realtransfer des importierten Kapitals herbeigeführt wird.

Flexible Wechselkurse bedeuten für langfristige Kapitalanlagen im Grunde keine Erhöhung des Risikos gegenüber den relativ festen Wechselkursen, da letztere „tatsächlich Interimskurse“⁸¹ sind. „Was die Gläubiger — nach allen Erfahrungen mit Recht — fürchten, sind ausschließlich die Devisenzwangswirtschaften mit ihren Verboten der Auslandszahlungen, die ‚Mausefallenwährungen‘. Diese werden gerade durch feste Wechselkurse herbeigeführt, durch flexible verhindert⁸².“ Aber nicht erst die massiven Eingriffe in den internationalen Kapitalverkehr — Paritätsänderungen und Devisenbewirtschaftungen — machen eines der Hauptargumente für feste Wechselkurse, nämlich daß sie den internationalen Kapitalverkehr erleichtern, hinfällig, sondern auch die „normalen“ dirigistischen Maßnahmen, z. B. Verzinsungsverbote und höhere Mindestreservesätze für Bankeinlagen aus dem Ausland, Zinsausgleichsteuer, Kuponsteuer, allgemein: Einschränkung oder Förderung des Kapitalexports bzw. -imports. Da diese desintegrierenden Maßnahmen zwischen den Ländern der Wirtschaftsunion nicht zulässig sind, weil auch hierdurch die Integration z. T. aufgehoben wird, ist also für diese Länder ein Währungssystem erforderlich, das auch in Krisenzeiten solche Manipulationen nicht erfordert.

3. W ä h r u n g s a u s g l e i c h s f o n d s

Bisher wurde das System absolut flexibler Wechselkurse untersucht. Es erhebt sich nun die Frage, ob relativ flexible Wechselkurse für die Wirtschaftsunion vorteilhafter sind. Interventionen der Notenbanken bzw. eines gemeinsamen und/oder der nationalen Währungsausgleichsfonds können aber nicht nur der Begrenzung von Wechselkurschwankungen dienen, sondern auch an anderen Zielen, z. B. der außenwirtschaftlichen Absicherung einer nationalen Vollbeschäftigungspolitik, orientiert sein. Das ist zu berücksichtigen, dabei geht es insbesondere darum, die hiervon eventuell ausgehenden desintegrierenden Wirkungen herauszuarbeiten und gegebenenfalls nach Möglichkeiten zu suchen, wie sie vermieden werden können. Dazu wird angenommen, daß nur ein oder mehrere Währungsausgleichsfonds (Fonds) und nicht direkt die nationalen Notenbanken auf den

⁸⁰ Vgl. *Sohmen*: Internationale Währungsprobleme, a.a.O., S. 61.

⁸¹ L. Albert *Hahn*: Ein Traktat über Währungsreform. Basel und Tübingen 1964. S. 53.

⁸² *Hahn*: a.a.O., S. 58.

Devisenmärkten intervenieren. Unter Interventionen des oder der Fonds werden nur solche marktkonformen Eingriffe verstanden, die unmittelbar an den Devisen- oder Geldmärkten erfolgen.

Mögliche Aufgaben von Währungsausgleichsfonds: Mit Hilfe von Währungsausgleichsfonds kann man im System flexibler Wechselkurse vor allem erreichen, eine „größere Autonomie an Stelle der . . . automatischen Zusammenhänge zu setzen“⁸³. Bei Interventionen auf den Devisenmärkten „ist die offizielle Aufgabe der Fonds, die Ausschläge um den natürlichen Gleichgewichtskurs der Währungen zu mildern“⁸⁴.

Dienen die Interventionen eines Fonds dazu, bei weitgehend unveränderten Wechselkursen eine autonome Konjunkturpolitik zu betreiben, so weicht der Gleichgewichtswchselkurs vom gestützten Kurs ab, und es kommt zu ähnlichen Verhältnissen wie bei festen Wechselkursen und autonomer Konjunkturpolitik. Der Fonds kann derart intervenieren, daß entweder eine Über- oder eine Unterbewertung der eigenen Währung entsteht. Eine Unterbewertung zur Förderung des Exports war in der Vergangenheit verschiedentlich das Ziel der Währungspolitik; sie läßt sich auch leichter durchführen als eine Überbewertung: Die für die Manipulationen zur Unterbewertung notwendige heimische Valuta bzw. die zu ihrer Beschaffung geeigneten Instrumente der Kreditpolitik liegen innerhalb der eigenen wirtschaftspolitischen Reichweite. Das ist anders bei den zur Überbewertung erforderlichen Devisen- und Goldvorräten. Sofern keine ausreichenden Währungsreserven bestehen, lassen sich die Interventionsmittel nur durch entsprechende internationale Kredite beschaffen. „Außerdem ist der psychologische Effekt des Goldzustromes ein ganz anderer als der des Goldabstromes. Der Punkt, an dem die Aufhäufung nicht nur nutzloser, sondern sogar kostspieliger und kreditpolitisch schwierig zu behandelnder Goldbestände einen Druck ausübt, kann sehr fern liegen, wie das Beispiel Amerikas (USA in den 1930er Jahren) zeigt“⁸⁵. Der Fonds kann auch den Wechselkurs manipulieren, um „unberechtigte“ Spekulationen gegen die heimische Währung zu bestrafen; dann halten sich die Spekulanten in Zukunft zurück. Hierfür gibt es einige historische Beispiele⁸⁶.

Die Errichtung der Währungsausgleichsfonds wurde in den 1930er Jahren „ziemlich einhellig damit begründet, daß den Auswirkungen

⁸³ Jakobus Greven: Die Währungsausgleichsfonds im System der Währungs- und Kreditpolitik. Finanzarchiv. N.F. 6 (1939). S. 48.

⁸⁴ Greven: a.a.O., S. 36.

⁸⁵ Greven: a.a.O., S. 37.

⁸⁶ Vgl. Leland B. Yeager: International Monetary Relations, Theory, History, and Policy. First reprint edition. New York, Evanston, London, and Tokyo 1966. S. 244 ff.

des internationalen Fluchtkapitals ... auf die heimischen Kreditmärkte vorgebeugt werden müßte⁸⁷. Die Fonds können darüber hinaus zur Stützung fremder Währungen, aber „auch für deren Erschütterung dienstbar gemacht werden, je nachdem es die Außen- oder Wirtschaftspolitik des Landes“⁸⁸ für erforderlich hält. Diese Aktivitäten der Fonds müßten allerdings innerhalb der Wirtschaftsunion ausgeschlossen werden, da sowohl gewolltes Stützen der eigenen Währung als auch aktives Schwächen von ausländischen Währungen die Wettbewerbsverhältnisse zwischen den Ländern der Wirtschaftsunion verzerren und damit die Integration verfälschen würden.

*Währungsausgleichsfonds und Wirtschaftsunion*⁸⁹: Die Interventionen jedes Währungsausgleichsfonds sind Manipulationen, um Konsequenzen flexibler Wechselkurse auszuweichen. Flexible Wechselkurse ohne Manipulationen beseitigen in der Wirtschaftsunion nicht die Grenzen der verschiedenen Währungsräume. Diese Manipulationen sind nur soweit auszuschließen, wie sie in der Union stören, z. B. wenn sie nicht nur die kurzfristigen Schwankungen ausgleichen. Nun fehlen aber meistens ausreichende Anhaltspunkte, langfristige Bewegungen von kurzfristigen zu unterscheiden. Zusätzlich müssen Dauer und Ausmaß der Wechselkursschwankungen rechtzeitig erkannt werden. „Der Schleier über den Wechselkursen ist meist zu dicht, um rechtzeitig die tatsächliche Richtung und augenblickliche Lage zu bestimmen. So werden oft keine Anhaltspunkte zur Fondstätigkeit gefunden werden können, welche die ökonomische Notwendigkeit der Eingriffe rechtfertigen“⁹⁰.

Jedem Währungsausgleichsfonds fehlen somit feste Orientierungspunkte für seine Tätigkeit; der Willkür sind Tür und Tor geöffnet: Im konkreten Fall kann man nur sehr schwierig nachweisen, daß nicht der Ausgleich der Wechselkursschwankungen, sondern z. B. eine Wechselkurserhöhung das eigentliche Ziel der Interventionen war, um die Konjunktur zu stützen bzw. anzukurbeln. Erschwert wird dieser Nachweis noch dadurch, daß die Fondstätigkeit weitgehend geheimgehalten werden muß, damit die Spekulanten keine Anhaltspunkte für lohnende Transaktionen erhalten⁹¹. Das ist nur möglich, wenn

⁸⁷ Otto Veit: Grundriß der Währungspolitik. 2. Aufl. Frankfurt a.M. 1961. S. 131 f.

⁸⁸ Fritz Nohr: Theorie und Praxis der Währungsausgleichsfonds. Stuttgart 1938. S. 17.

⁸⁹ In diesem und im vorigen Abschnitt wird von nationalen Währungsausgleichsfonds ausgegangen.

⁹⁰ Nohr: a.a.O., S. 36.

⁹¹ Vgl. Herbert Schickhaus: Währungsausgleichsfonds, unter besonderer Berücksichtigung ihrer Bedeutung für die Währungs- und Kreditpolitik. Diss. Hamburg 1938. S. 24 ff.

dem Fonds nicht ständig die erforderlichen Mittel zugewiesen oder seine Interventionen als Einnahmen oder Ausgaben veröffentlicht werden. Die Spekulation wäre besonders leicht möglich, wenn bekannt würde, daß die Fondsbestände weitgehend erschöpft sind. „Die Geheimhaltung bietet außerdem den Vorteil, mit geringen Mitteln operieren zu können und den Außenstehenden in Unkenntnis darüber zu lassen, ob eine Schwäche oder Stärke der Devisen auf natürliche Faktoren oder auf Eingriffe des Fonds zurückzuführen ist“⁹².“

Die Währungsausgleichsfonds sind in der Lage, so zu intervenieren, daß bei flexiblen Wechselkursen für die Wirtschaftssubjekte eine weitgehende Konstanz der außenwirtschaftlichen Daten entsteht. Würden die Eingriffe der Fonds bekannt, dann wäre dadurch u. U. eine Beunruhigung der Wirtschaftssubjekte möglich⁹³.

Das und die Anregung der Spekulation sind aber der Konstanz der Wirtschaftspolitik abträglich.

Gibt es ein einfaches Kriterium, nach dem ermittelt werden kann, ob und — wenn ja — in welchem Umfang ein Fonds für die Wirtschaftsunion vorteilhaft ist oder war? *Friedman* argumentiert, daß die Gewinne oder Verluste des Fonds — wie bei den privaten Spekulanten — zeigen, inwieweit Schwankungen ausgeglichen wurden⁹⁴. Nur indem Spekulanten und Fonds danach trachten, an den Kurschwankungen Geld zu verdienen, gleichen sie diese aus. Je größer ihre Gewinne sind, desto stärker haben sie *ceteris paribus* die Wechselkurse stabilisiert. Das gilt allerdings höchstens, solange die Wechselkurse um einen unveränderten Durchschnittswert schwanken. Bei einem steigenden oder fallenden Trend müssen die Devisen des Fonds (und andere Aktiva in dritten Währungen) neu bewertet werden.

Das beeinflußt den Wert der Gewinne der Spekulanten bzw. Fonds, wodurch das Gewinn-Kriterium seine Aussagekraft weitgehend verliert. Außerdem stimmt es nicht, daß bei maximalem Gewinn der Fonds die Wechselkurse am besten stabilisiert: Gleichet der Fonds z. B. die Schwankungen vollständig aus, kauft und verkauft er immer zum gleichen Kurs, entsteht bei ihm kein Gewinn. „The fact that profitable operations are stabilizing does not imply that stabilizing operations are necessarily profitable; least of all does it imply a simple correspondence between degree of profitability and degree of

⁹² *Nohr*: a.a.O., S. 19.

⁹³ Erfolgen z. B. umfangreiche Interventionen, um den Terminkurs zu stützen, d. h. seine steigende Tendenz auszugleichen, so liegt es nahe, dies als ungünstig für die betreffende Währung zu interpretieren. Das gilt insbesondere bei allgemein pessimistischer Einstellung des Marktes. (Vgl. *Paul Einzig*: *A Dynamic Theory of Forward Exchange*. London, Reprinted 1962. S. 511.)

⁹⁴ Vgl. *Friedman*: a.a.O., S. 188.

stabilizing effect⁹⁴.“ Das Kriterium gilt also nicht einmal für den Ausgleich von Schwankungen um einen unveränderten Durchschnittskurs. Noch weniger können die Vorteile der Interventionen eines Fonds in bezug auf andere Ziele ermittelt werden; die Vorteile lassen sich überhaupt nicht quantifizieren.

Bedeutung und Funktion der Währungsausgleichsfonds in der Wirtschaftsunion: Auf diese Fragen kann hier nicht ausführlich eingegangen werden⁹⁵. Es werden deshalb nur einige Thesen herausgestellt: Ein gemeinsamer Währungsausgleichsfonds, der die nationalen Fonds (bzw. die entsprechenden Abteilungen der Notenbanken) ersetzt, aber für seine Tätigkeit einstimmige Entscheidungen benötigt, ist in einer Wirtschaftsunion am besten geeignet, die sich bei flexiblen Kursen ergebenden Schwierigkeiten zu beseitigen oder wenigstens zu mildern. Das gilt insbesondere, wenn in diesen Fonds nicht die Regierungen, sondern die Notenbanken der Mitgliedsländer Vertreter entsenden. Denn auf diese Weise ist die erforderliche enge Zusammenarbeit zwischen Fonds und Notenbanken gewährleistet.

Ein solcher Fonds erfordert nur geringe politische Übereinstimmung. Wegen der notwendigen Geheimhaltung seiner Tätigkeit ergeben sich auch keine Ansatzpunkte für Differenzen zwischen den Mitgliedsländern. Er benötigt viel geringere Mittel als die nationalen Fonds zusammen oder gar ein zusätzlicher gemeinsamer Fonds, der sie beherrscht. Außerdem sichert diese Lösung eine einheitliche Politik gegenüber dritten Ländern.

Die wichtigste Aufgabe des gemeinsamen Fonds besteht darin, die Schwankungen der flexiblen Wechselkurse zu verringern, also „die Ausschläge um den natürlichen Gleichgewichtskurs der Währungen zu mildern“⁹⁶. Darüber hinaus ermöglicht der Fonds in gewissen (von ihm, d. h. allen Mitgliedsländern der Wirtschaftsunion, zugestandenen) Grenzen auch eine autonome Konjunkturpolitik der Mitgliedsstaaten.

Die Aufgaben und Arbeitsweise des Fonds lassen sich im voraus nicht konkret festlegen, da z. B. nur sehr schwer zwischen kurz- und langfristigen Wechselkursbewegungen unterschieden und der (langfristige) Gleichgewichtswechselkurs nicht exakt ermittelt werden kann. Die Interventionen bringen außerdem häufig Nebenwirkungen mit sich, bei denen kaum nachweisbar ist, ob sie beabsichtigt waren oder nicht. Darüber hinaus existiert kein Kriterium, mit dessen Hilfe sich der Nutzen des Fonds auch nur einigermaßen genau ermitteln ließe.

⁹⁵ Vgl. Grewe: a.a.O., S. 181 ff.

⁹⁶ Greven: a.a.O., S. 36.

Ein Teil der Kosten, und zwar diejenigen, die dem Fonds entstehen und letzten Endes von den Mitgliedsländern zu tragen sind, läßt sich dagegen ermitteln. Die Interventionen des Fonds können außerdem indirekte Kosten verursachen, indem durch Manipulationen auf den Terminmärkten die Handelsströme beeinflußt und auf diese Weise die Ressourcen fehlgeleitet werden.

Als Folge des Prinzips der einstimmigen Fondsbeschlüsse sind solche Manipulationen allerdings ziemlich unwahrscheinlich. Die Interventionen beschränken sich dadurch weitgehend auf den Ausgleich kurzfristiger Wechselkursschwankungen, weil das in der Regel im Interesse aller Partnerländer liegt. Bei Interventionen mit anderen Zielen ist das nicht so wahrscheinlich. Sie können nur verwirklicht werden, wenn alle Mitgliedsländer sie als vorteilhaft ansehen — sie z. B. zu Lasten dritter Länder gehen — oder ein gegebenenfalls benachteiligtes Land auf eine zukünftige Kompensation vertrauen darf.

IV. Ergebnis

Die Überlegungen zeigen, daß flexible Wechselkurse zur Regelung der Währungsverhältnisse einer Wirtschaftsunion geeignet sind. Die Vorteile der flexiblen Wechselkurse werden gegenüber (relativ) festen Wechselkursen um so größer, je geringer die politische Übereinstimmung zwischen den Mitgliedsländern der Wirtschaftsunion ist. Wenn sie gering ist, kommt es bei relativ festen Wechselkursen zu unübersehbaren Ungleichgewichten und Schwierigkeiten sowie möglicherweise zu desintegrierenden Maßnahmen, wie es gerade die Entwicklung der letzten Zeit in Europa wieder bestätigt hat. Das alles wird durch flexible Wechselkurse auch in einer Wirtschaftsunion vermieden.

Summary

Economic Union under a System of Flexible Exchange Rates

The author examines the relations between autonomous national credit policy and economic union under a system of flexible exchange rates. In the case of *absolutely flexible exchange rates*, autonomous national credit policy is possible and the nations' economic policies need not be harmonized. Moreover, flexible exchange rates have essential advantages compared with non-equilibrium fixed exchange rates. They are always in equilibrium. Since optimal international division of labor and maximum welfare in the wake of economic integration depend on equilibrium exchange rates, flexible exchange rates promote economic integration.

In comparison, the disadvantages of flexible exchange rates are small, so their qualification for economic integration cannot be questioned. The author shows, that under flexible exchange rates (and their changes with automatical balancing effects) less changes of many other variables will occur than under a system of fixed exchange rates. The partial replacement of internal price flexibility is another reason for the author's view that flexible exchange rates promote economic integration.

Absolute free exchange rates, however, may add disturbing factors to international economic relations, e. g. in the case of sudden changes of variables. But these flaws may be diminished or abolished by monetary balancing funds; in an economic union, *relatively flexible exchange rates* are of more advantage than absolutely flexible exchange rates. This is especially true for a *common* currency balancing fund established to modify the behaviour of exchange rates.